

# 資金循環論をめぐる若干の問題点

——小著『日本経済の資金循環』

に対する批判に答えて——

石 田 定 夫

## 目 次

- I. 問題の所在
- II. 資金循環分析の基本的性格
  - 1. 資金循環分析 VS 所得分析
  - 2. 解剖学 VS 生理学
- III. 「資金循環の図式論」の立場
  - 1. 「図式論」の系譜と整理
  - 2. 「図式論」への批判点
  - 3. 投資・貯蓄の均等と資金循環の変動
- IV. 資金循環バランスと金融システム
  - 1. 資金循環における「広義金融市場」
  - 2. 資金循環・資金需給・金利機能
  - 3. 金融システムの展開
- V. 残された問題
  - 1. 貸付資金説 VS 流動性選好説
  - 2. 「世界の資金循環」への拡充
  - 3. 資金循環論の体系化

## I. 問題の所在

小著『日本経済の資金循環』（1993年10月）は、資金循環分析を体系化し、その枠組みに基づいて、1956年から最近92年までの37年間にわたる

「日本経済の資金循環」の大きなトレンドとその変化を統計的に記述し、筆者が提唱する「資金循環の図式論」の立場からひとつの解釈を試みたものである。

小著の刊行以来、学界・金融界から多くの書評、私信によって好意的な感想と激励をいただいた。後藤新一（愛知学院大学）・原正彦（明治大学）両教授はいち速く新聞紙上で小著の要旨を紹介され、筆者への儀礼もあろうが、小著が筆者長年にわたる研究の結果であると賞讃の辞を述べられた<sup>(1)</sup>。西川元彦（創価大学）・藤田誠一（神戸大学）両教授および山村浩氏（ニッセイ基礎研究所）は真摯かつ内容の濃い書評を執筆され、それぞれ専門的立場から重要な論点を教示してくだされた<sup>(2)</sup>。

筆者は小著を主論文に副論文「現代資金循環論の基本問題」（1994年3月）を添えて、明治大学政治経済学研究科委員会に博士学位請求論文として提出した。審査の結果、小著は「資金循環の図式論を提出し、これに基づいて日本経済の資金循環の実態を解明したこと、さらに世界の資金循環分析に視野を開いたこと」、そして「資金循環研究における幅の広さと深さの度合を示すもの」として評価を受け、博士学位請求論文としての承認をうけた（1995年3月25日）。しかし同時に、小著の記述には資金循環分析の理論的側面について審査委員と見解の異なる点もあり、辛口のコメントをうけた<sup>(3)</sup>。これは実証分析の小著に一本の筋を通す審査委員の見解と思われる。

小著を刊行してすでに3年経過した。筆者は各界の先学・審査報告など真摯な批判に静かに耳を傾け、改めて資金循環論の基本問題について再考察する機会をもちえたことに深く感謝するものである。本稿は先学・先輩への返礼と筆者自身の学問的責務を果たすために執筆した回答である。行論の関係上、あらかじめおもな論点を整理すると、次の4論点に絞ることができよう。

- (1) 第1の論点は、資金循環分析が資金循環統計についての記述分析か理論分析か、またいわゆる解剖学か生理学か、その基本的性格に関する点

である。

小著の最大の目的は、前述のように日本経済の戦後約 40 年間の資金循環統計を「一貫した方法」で記述分析し（第3・4章）、そのダイナミックな態様とメカニズムについて「ひとつの解釈」を試みる点（第5・6章）にあった。西川・藤田・小林3氏のコメントも、後藤・原両氏の所感も、小著の分析成果を率直に評価していただいたものと思われる。ところが、審査報告においては小著の主要内容は解剖学的な統計「記述」とどまり、生理学的・理論的「解明」をおこなったものでない、との純理論的立場からのきびしい表現の指摘があった。これは資金循環論の基本的性格の再考察を促す問題の提起である。

- (2) 第2の論点は、筆者が提唱する「資金循環の図式論」の含意・理論についてである。「図式論」は金融経済の基本的見方にかかわることであり、「図式」を描くことは資金循環の分析モデルを設定することでもある。筆者は「図式論」に基づいて高度成長期・安定成長期・経常黒字—資本輸出期の資金循環バランスの変化を類型化し、その金融システムの変化、金融政策の作用に論及し、資金循環のダイナミックな態様とメカニズムについて「ひとつの解釈」を示した（小著第5・6章）。西川・藤田・山村の3氏は「図式論」を軸とする論旨の展開に理解と評価を示された。とくに西川氏は資金循環の事後的統計の記述分析の限界克服の狙いをこめたものとしての「図式論」の含意も評価され、さらに進んで、「資金循環の図式論」が金融経済のヴィジョンにかかわるものであるからには、「図式論」の根底に、ひとつの「学問観」ないし「文化価値観」をもたなければならないという、高度に知的な注文を筆者個人に求められた。審査報告は「図式論」について筆者とはやや異なる見地から所得循環と資金循環の関連についてひとつの見解を示された。筆者はこれを受けて「図式論」の構想をその出発点から再考察した。この点は後段で

詳しく論述するが、結論的には私見を修正する必要はないように思われる。

- (3) 第3の論点は、「図式論」の問題でもあり、また小著における実証分析の記述上の問題でもあるが、審査報告は貯蓄と投資を結ぶ「理論的説明」に欠けていると批判された。批判点は、「図式論」における「投資・貯蓄の金融仲介」機能の解釈の問題であり、また資金循環の場である「広義金融市場」における資金需給の問題、金利の役割に対して向けられたようにも思われる。集計量としての資金循環の動きのベースには「金融システム」の問題としてミクロ的な資金需給の領域がある。筆者は小著（第5・6章）において、金利機能が金融市場で「どのような形」で働き、資金需給の変化を通して資金循環バランスの形態に「どのような影響」を与えたか、とくに金融政策が金利面を通じて資金循環に「どのような変動」をもたらしたか、という問題について記述したが、本稿においてもその記述に依拠しながら批判に答えることにしたい。その際、「広義金融市場」の意味を再検討し、その延長線上の問題として、筆者自身の課題でもあるが、利子率決定理論としての貸付資金説と流動性選好説を資金循環勘定の枠組みに即して改めて考察した。学界の多数派が貸付資金説を支持するなかで、筆者は長短金融市場、とくに債券市場のダイナミックな側面に着目して、あえて流動性選好説を支持するものである。
- (4) 第4の論点は、筆者が新しいテーマとして提起した「世界の資金循環」global flow of funds（小著第7章）についてである。これは小著においては「日本の資金循環」の外延的發展であり、筆者が描いた「米ドルの国際循環図」は前述の「図式論」のグローバル・ベースへの適用の試みでもある。藤田助教授は国際金融論専攻の立場から「世界の資金循環」あるいは国際資金循環の研究に格別の関心をいだかれて、国際金融

論と関連する分野において多くの建設的なコメントを示された。

以上、小著に寄せられた主要な論点をまとめてみた。本稿はこれらの論点に答えるものである。以下、Ⅱ・Ⅲ・Ⅳの各節でそれぞれ第1・第2・第3の各論点を取りあげ、Ⅴ「残された問題」では第3論点の延長線上にある貸付資金説と流動性選好説の対立の問題、第4論点の「世界の資金循環」、最後に筆者の構想にかかる「資金循環論の体系化」論を扱った。

このように各論点はいずれも資金循環論の基本問題にかかわるものである。筆者は本稿の執筆にあたって小著をたんに弁護するだけではなく、今後の論議を進めるために、各論点について原点に帰り、かつより広くより深い見地から——筆者としては鶏肋の捨て難い思いをいだきながら——再考察することにした。

- (1) 原 [27], 後藤 [28]。
- (2) 西川 [22], 藤田 [23], 山村 [25]。
- (3) 明治大学 [26]。

本稿はこのたび目出たく古稀をお迎えになる加藤泰男先生に感謝とお祝いの気持ちをこめて執筆寄稿するものである。

1年前には白石四郎・池田一新両先生が古稀を迎えられた。白石四郎・加藤泰男・池田一新の三先生には図らずも筆者の博士学位請求論文の審査委員を勤めていただいた。この機会に改めて三先生に深く感謝する次第である。本記念号に本稿を寄稿する機会を与えられたことになにか因縁めいたものを感じる。

## Ⅱ. 資金循環分析の基本的性格

### 1. 資金循環分析 VS 所得分析

第1の論点として資金循環分析はまず「資金循環統計の記述分析」であることを明確にしておかなければならない。資金循環分析の固有の性格を検討

するためには、マクロ分析としての所得分析と対比し、さらにその基礎資料である資金循環統計、国民所得（GDP）統計の生成の経緯に論及することが、論点を明らかにするために望ましいと思われる。

さて広く国民経済の営みを実体経済活動（付加価値活動）の流れと通貨・信用の流れに分けてみると、両者はそれぞれ国民所得ないし GDP の循環と資金の循環としてとらえられるが、われわれが対象とする「資金循環」の分析は、いうまでもなく後者の金融取引を主体とする領域である。所得分析と資金循環分析は、それぞれ GDP 統計、資金循環統計を観察し、前者は付加価値活動の状況とその配分の関係、すなわち実体経済の成長・変動とその要因を解明するのに対し、後者はこうした経済活動と金融の関係、ないし金融の役割を明らかにするものである。

国民所得統計の推計は主要国ではすでに 1930 年代ころに遡るが、第二次大戦中にはそれが経済力の動員計画の基礎資料に用いられた。所得統計あるいは GDP 統計が広く本格的に利用されるようになったのは戦後からであって、一般に経済動向の指標として、また政府の経済政策立案の資料として用いられた。各国の政府当局は国連等の国際機関と協力して統計資料の改善に努めたので、その精度はかなり高まったように思われる。一方、国民所得の理論はケインズ『一般理論』を契機として急速に発達し、その理論的バックボーンを拠り所として主要国の GDP 統計に基づいて種々の実証研究が学界において活発化してきた。そこには理論的成果と統計的観察とが相互に作用し合い両者が質的に高められる過程がみられた。これは故山田雄三博士がいわれた「理論と統計の結合」の関係である<sup>(1)</sup>。

資金循環の研究は、1952 年コーブランド教授が開拓者的著作『合衆国のマネーフローの研究』を発表して以来、アメリカをはじめ主要国関係者の関心を喚び起した<sup>(2)</sup>。その後この研究は連邦準備当局の組織的な作業に引き継がれ、1955 年、本格的な資金循環勘定が当局によって発表された<sup>(3)</sup>。その後、

金融勘定について金融制度の実情に即して改善と整備がおこなわれ、資金循環勘定と所得統計における投資・貯蓄との統合（integration）に関心がそそがれた<sup>(4)</sup>。わが国およびヨーロッパ主要国の中央銀行もその刺激をうけて資金循環統計の作成・整備に着手することになった。こうして資金循環の研究は沿革的にいって、まず統計（資金循環勘定）の作成・整備から始められ、それも各国とも中央銀行当局によってその政策運営上の調査活動の一環として手がけられた点に特色がみられよう<sup>(5)</sup>。

若干敷衍しよう。コーブランド教授の研究は、文字どおり「マネーフロー」の追及にあった。それが連邦準備当局の「フロー・オブ・ファンズ」（資金循環）の研究へと発展し、あわせて投資・貯蓄との接合に関心がむけられた。「マネーフロー」から「フロー・オブ・ファンズ」への発展は、たんなるネーミングの変更だけではなく、経済活動と金融活動の関係、すなわち金融資産の形成、金融負債の増加の関係を統計的に把握する点にその狙いが移ったことを意味する<sup>(6)</sup>。これは金融当局にとっても、また学界関係者にとっても重要なテーマであったに違いない。なぜならば、所得分析は実体経済のしくみと動きをとらえることはできたが、金融固有の動きを扱うものではなかったからである。こうして資金循環の研究の必要性が認識されるようになり、まずは資金循環統計の作成・整備とその統計観察から作業が始められ、ついで資金循環統計と所得統計の接合の問題に作業の関心が移っていったのである。

しかし資金循環の統計と理論の関係になると、資金循環統計によって観察される金融の「事実関係」と、それをある程度捨象して「仮設」を設け「理論」を構築するまでのギャップが余りにも大きいという事情があった<sup>(7)</sup>。そのため上述の所得分析についてみられた「理論と統計の結合」の関係は、資金循環分析の分野ではこれまでさほどの展開はなかったようにみられる。資金循環分析が「統計の記述分析」として発展してきたのは、おもにこうした事情によるものであり、理論面の研究は今後の発展にまつことになるだろう。デュー

ゼンベリ教授の有名な言葉、すなわち所得分析にはケインズの所得決定理論があるのに、「資金循環分析にはケインズはまだ現われていない」は、1959年にきかれた一言であるが、このことはそれから37年経過した現在においてもいえることである<sup>(8)</sup>。

- (1) 山田 [16] 31～35 頁。
- (2) コープランド [7]
- (3) 連邦準備制度理事会 [11]
- (4) ———, [12]
- (5) 中央銀行当局が資金循環統計の作成に取り組んだ理由として、政策当局として全金融機構を把握することが必要であり、本来的にこうした問題意識が強いこと、またその基礎資料としての統計と情報を豊富に備えていることがあげられよう。
- (6) 黒田 [21] (7～12 頁) においてマネーフローからフロー・オブ・ファンズへの含意について適切な解説がある。
- (7) 資金循環分析における「事実関係」と「理論形成」の間のギャップがなぜ大きいかは、わが国の金融面についていえば、制度的事情と当局の規制関係の2要因をあげることができる。一国の金融制度はすぐれて歴史的な所産であり、また金融面への規制は戦中・戦後から引き継がれて実施されてきた。ただ80年代になり制度改革と規制緩和（自由化）が進められ、金融の「効率化」が求められている。この点、金融システムの問題として後段でふれよう。
- (8) デューゼンベリ [10]。

館・浜田 [18] においても、デューゼンベリという言葉が引用されている（19頁）。同書は70年代最高水準の金融理論のテキストであるが、資金循環分析の記述は序説的な「わが国金融の概観」（第2章）においてみられるだけである。このほかでは資金循環分析の論理の記述は貸付資金説（第11章203—209頁）の説明についておこなわれているにとどまっている。この点は後述する。

## 2. 解剖学 VS 生理学

次の論点は、資金循環分析は解剖学であって、生理学ではないという点についてである。



解剖学 (anatomy) と生理学 (physiology) という巧妙な比喩は、ヒックスが『経済の社会構造』において国民所得勘定 (ヒックスは社会会計 social accounting という) に関連して述べた言葉である。すなわち、ヒックスは事後的計数である国民所得統計の分析によって経済組織の構造を知ることとはできるが、経済組織が生体としていかに動くかを知るには、経済生体のビヘイビアに結びつく価格の動向を学ばなければならないと述べた<sup>(1)</sup>。

この所得分析へのコメントは、金融の事後的集計量に基づく資金循環分析についても基本的に妥当するであろう。藤田助教授は筆者の学会報告について、資金循環勘定の事後的計数からただちに「因果関係」を求めることは困難ではないかと質問された<sup>(2)</sup>。質問の趣旨は資金循環分析は生理学の役割を果たしえないという批判につながるのである。審査報告においても同様の指摘があったが、これは資金循環分析が異口同音にうける批判点である。

かつて山田雄三博士は、所得分析が解剖学にとどまり生理学でありえないというヒックスの見解には納得できないと述べられた<sup>(3)</sup>。筆者はひとつには山田博士の主張に同調し、またひとつには資金循環分析固有の問題からいって、資金循環分析に対する同類の批判に必ずしも全面的に承服するものではない。論点は、資金循環勘定自体がもつ思考方法と、資金循環統計のよみ方にあるように思われる。

まず資金循環勘定の思考方法について。

国民所得勘定と資金循環勘定は、いずれも経済全体における所得の「循環」あるいは資金の「循環」を、所得の収支、資金の貸借の対応取引として整合的に——すなわち複式簿記の原理によって——記録する。国民所得勘定と資金循環勘定は、ともに事後的計数であっても、マクロ計数を勘定形態によって整合的に記録することの意義はきわめて大きい。山田博士は、国民所得を「循環」として把握し勘定形態によって記録する国民所得勘定の意義について、「統計資料の事後的整理」という以上に理論形式の含意があると述べら

れたが<sup>(4)</sup>、筆者は資金循環勘定についても山田博士の主張をそのまま継承できると考える。こうした勘定形式による思考方法は、資金循環統計の分析に、さらに一步進めて資金循環の予測作業においても積極的に活用できるように思われる。

次に、資金循環分析の上述のような解剖学的な「限界」をいちおう踏まえたうえで、その限界を克服するように、事後的計数とはいえ資金循環勘定の計数を擬視し、その「整合的」な関係にある計数の意味内容を把握するように努める。資金循環分析にとって重要なことは、計数による事実観察であり、計数自体がもつ情報も利用して資金循環の生きた姿をとらえ、さらに今後の動きを予測することである。以下、その大要について補説しよう。

資金循環勘定は「金融全体の鳥瞰図」を提供するといわれるが、われわれは資金循環のマトリックスからこの全体図をよみとるのである。資金循環計数の相互間は、前述の勘定形態の記録によって整合的な関係にある。例えば銀行貸出・預金（通貨）・債券などの主要項目の動きは特に注目すべきであるが、景気局面・金融情勢の差異によってその数字の動きは違ってくる。この場合、一定の資金循環の分析モデルを設けて、いずれが独立変数で、いずれが従属変数であるかを決めておくことが、各計数の意味を考えるうえで大切である。ただ、独立変数・従属変数（あるいは外生変数・内生変数）というのはモデル構成上の問題であり、どのような分析モデルを設定するかという基本的見方が鍵になる。これは筆者が提唱する「資金循環の図式論」の考え方につながる。

次に主要項目の計数（例えば年間計数）について、前年・前々年の連続計数の時系列を比較することによって、当該年間の計数の変動の方向と程度を確める<sup>(5)</sup>。この時系列の検討については、主要項目の個々の系列をとりあげるよりも、それらが関連する諸項目を含めた計数群の動きを観察するほうが重要であろう。もちろん、この場合も景気・金融局面の差異によって数字の

動きは違ってくる。いずれにしても、これは「資金循環勘定応用表」を利用して、経済部門別ならびに経済全部門の資金調達・運用の状況についての調査・分析の作業に発展していくのである<sup>(6)</sup>。

これらの国内経済諸部門の資金調達・運用、さらに海外部門の資金の流入を含む資金循環の全過程は、それぞれ金融仲介機関としての「広義金融市場」を通じて互いに結ばれる。「広義金融市場」に記録される資金の流れは、上記内外経済部門の計数を「市場」における資金需給という点からとらえ直したもので、金融機関・証券市場を通ずる資金の供給と、海外との資金の流入の合計額であり、経済全体における投資と貯蓄を仲介する資金の集計額である。

これら「広義金融市場」の資金の流れは、もちろん「事後的」計数であるが、ただの「事後的」計数ではないはずである。それは「事前的」な資金需給ギャップが「市場」の調整メカニズムによって調整され、政策的な作用も加わった「事後的」バランスの姿である。その点、これら事後的計数についても、その動きを景気局面・金融政策の推移、長短金利・株価・為替相場など市場指標の動きと照し合わせて計数の意味内容を確認していけば、「広義金融市場」をめぐる資金循環の生きた動きにせまることができよう。

以上は資金のフロー計数についてみてきたが、同時に、そのストック計数、すなわち金融資産負債残高の動きについてもみる必要がある。ストック計数としては、例えば通貨流動性（代表的マネーサプライ指標  $M_2 + CD$ 、それに郵便貯金・貸付信託等を加えた  $L$ ）、このほか生命保険・株式等を含めた金融資産残高、その対応面でもある国内経済部門の資金調達残高（信用集計量）である。これらの monetary and credit aggregates は、景気局面・金融情勢に応じて循環的な動きについてのみならず、長期趨勢的な動きについても検討することが重要である。

このように資金循環分析は資金循環の事後的統計の記述分析であるため、

分析上の限界が存することは事実である。その限界克服のために「簿記的バランス」計数の丹念な観察の必要性和その工夫を述べたが、筆者が提唱する「資金循環の図式論」は、資金循環計数をよむうえでの思考体系であることを強調したい。図式論については次に述べよう。

- (1) ヒックス「8」によれば、「経済生理学」は国民所得統計のように事後的に集計された統計によるものでなく、また経済実験ができるようなものでもなく、思弁的 (speculative) なものである (225 頁)。
- (2) 石田 [5]。筆者の学会報告に対する藤田のコメント。
- (3) 山田 [16] は、所得分析においても投資関数・消費関数を用いるならば、価格理論における需要・供給関数と同様に、生理学的な分析が可能ではないかと反論されておられる (28—29 頁)。
- (4) 山田 [16] によれば、「国民所得論における循環とかバランスという構想は、ヒックスが「フレームワーク」という言葉で意味しようとしたよりも一層理論的なものを含むのであり、価格理論における均衡という構想が個々の力と力とのぶつかりを考えるのに対して、むしろそれらの力の作用する場を考えようとする一種の理論形式をもって、単に統計資料の事後的整理ということではないのである。」(29 頁)。
- (5) ある年間に金融政策が転換し金融情勢が大きく変化したときには、四半期計数の動きをみて年間計数の意味を確めることが必要である。
- (6) 「資金循環勘定応用表」を利用して経済部門別の資金調達・運用状況の時系列を検討することによって、企業金融（とくに投資資金の調達、余裕資金の運用）、個人貯蓄の運用形態、国債・地方債の発行と財政赤字問題、対外的な長短資本の流出入と経常収支との関係を確認することができる。そして、これらの計数の対前年比増減率を投資・貯蓄・経常収支のそれらと比較することによって、当該年における資金循環の動きを——実体経済との相対関係において——とらえることができる。

### Ⅲ. 「資金循環の図式論」の立場

#### 1. 「図式論」の系譜と整理

第2論点「資金循環の図式論」については、筆者はすでに再三論じてきた

が<sup>①</sup>、なお説明不十分の点があったかと思われる。ここでは論点を明らかにするためには若干の重複をおそれつつも、まず古典的図式とケインズの図式の対立する2見解にふれ、ついでわれわれの立場に進む<sup>②</sup>。

古典的図式は「古典的二分法」にたち、実物経済の均衡的な動きに照応する貨幣経済の流れを描いたものである。すなわち、商品の市場への出回りとともに、銀行の短期信用の供与（商業手形の割引）によって通貨は供給され、商品の流通を媒介する。そして、商品の消滅とともに銀行信用は返済され、通貨は銀行組織に還流する。この間に形成された貯蓄が資本市場を通じて投資資金にむけられる。この古典的図式は山口茂博士の「生産物流通金融」（手形割引→通貨供給）と「新投資金融」（貯蓄→投資）の2図によって示され、両者は資金循環の過程でいわば川上と川下の関係に位置づけられる。

ケインズの図式は、不完全雇用下で銀行の信用創造—投資先行型の成長経済における資金循環のプロセスを想定する。すなわち、企業は投資計画をたてると、まず銀行からの短期借入れによって順次必要な資金手当てをし、投資活動を始める。そして投資活動を起点として所得は乗数的に拡大し、生じた貯蓄は起債市場において債券の買入れに当てられる。（ここでケインズの流動性選好説が作用する。）企業はこうして取得した社債発行代り金を最初の銀行短期借入金の返済に当てると、投資金融は銀行の短期信用から債券の発行に置き換えられる（投資金融の確定化 consolidation）。ここに所得面の事後的な投資・貯蓄の均等に対応して資金循環面の事後的なバランスが成立する。

このように古典的図式とケインズの図式は、資金循環のプロセスにおいて銀行の短期信用（通貨の供給）と資本市場（投資・貯蓄の信用仲介）の機能と領域を区分する点では同じであるが、それぞれ図式論がもつ含意とくに投資と貯蓄の関係においては全く対照的である。古典的図式は貯蓄先行型（貯蓄→投資）、ケインズの図式は投資先行型（投資→貯蓄）である。そして、

古典的図式は、実物経済の均衡（完全雇用）が先に与えられ、貨幣経済がそれに即応する姿を示す、いわば「規範」の理論である。そこでは通貨は実体経済のヴェールである。ところが、ケインズの図式は現代の経済組織において銀行の信用創造と資本市場によって営まれる金融のダイナミックな作用に着目したものである。ケインズの図式によれば、資金循環の動きには実物経済活動を反映する側面と、あわせて実物経済の動きに積極的な影響を及ぼす側面とがあり、とくに後者の動態面がクローズアップされる。この点、後段で再びふれるが、通貨が交換手段にとどまらず価値貯蔵手段として機能するからである。ケインズの図式では通貨はもはや実物経済のヴェールではない。

われわれの「図式論」は基本的にはケインズの図式に依るとともに、より現実的な視点からそれに若干の修正と拡充を加えたものである。資金循環の全過程は次の5過程に分けてみることができる<sup>(3)</sup>。

- (1) 銀行の短期信用の供与と預金通貨の供給
- (2) 「投資—所得—消費・貯蓄」の所得循環の過程
- (3) 貯蓄資金の運用、すなわち金融資産の形成
- (4) 貯蓄資金の再投資（信用仲介）
- (5) 金融機関相互間の取引および中央銀行の信用供与

資金循環論の課題は、資金の金融的流通の態様と、通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係を明らかにする点にあり、「資金循環の図式論」はこうした課題に答えるものでなければならない。

通貨の「産業的流通」の領域はわれわれの図式論では「第2過程」の投資に始まる所得の乗数的拡大の過程であり、その過程で投資・貯蓄の均等の関係が生ずる。第2過程の「産業的流通」（所得循環）に必要な通貨の供給は、「第1過程」の「銀行信用の供与」（信用創造）によっておこなわれる。この通貨の供給は、投資の乗数的拡大の過程における取引通貨への需要（ケインズの  $L_1$ ）の派生的増加に対しても応えるものである。

第2過程「所得循環」において生ずる「貯蓄」資金は「第3過程」の「広義金融市場」で種々の金融資産に運用され（ここで流動性選好説が作用する）、つづく「第4過程」においてその貯蓄資金が「市場」機構を通じて「投資資金」として再び「第2過程」の「産業的流通」に投入される。それが第1過程の銀行信用の返済に充てられると、銀行信用は貯蓄の裏付けのある長期信用に置きかえられることになる（投資金融の確定化）。こうして「所得面での投資・貯蓄の均等」の関係は第2過程「産業的流通」において生ずるが（投資乗数論）、投資と貯蓄を結ぶ資金の流れ、すなわち「投資・貯蓄の金融仲介」は、第3・4過程を合わせた「広義金融市場」を経由しておこなわれることになる。

さらに資金の金融的流通の最終的な差額は銀行の準備ポジションの過不足、あるいは金融市場の資金需給の過不足となってあらわれる。それは短期市場金利の変動をもたらすが、市場資金の過不足の全部が金利によってクリアーされるわけではなく、通常は、中央銀行信用の増減によって量的にも調整される<sup>(4)</sup>。これが「第5過程」である。この第5過程は金融政策が実施される場であり、その影響はわれわれの「図式論」では「第1過程」銀行の与信活動に及ぶ。中央銀行の政策スタンスが緩和か引締めか、あるいは中立的かによって、次の資金循環過程の発端（第1過程）となる銀行の与信態度が方向づけられる。われわれの「図式論」は、「第5過程→第1過程」の関係によって「継続的」な資金循環の図式である。

## 2. 「図式論」への批判点

以上が筆者の「図式論」の要旨である。これについて審査報告は次のような見解を表明された<sup>(5)</sup>。

「所得循環の図式論については、与信から出発しているが、金融的流通と産業的流通を総括した経済循環の構図ともいべきものからすれば、

投資計画→与信行為→（意図的）投資→投資乗数→国民所得→消費・貯蓄となり、この貯蓄が再び投資計画に結びつくという関係において、自己完結的な「経済循環の図式」が成り立つのであり、資金循環は、その経済循環の一環としてとらえられるべきものではないかと思われる。」

この「見解」は説得的であるが、率直に言って、われわれの「資金循環の図式論」の立場とは若干の隔たりがあるように思われる。筆者はこの「見解」に対して次の3点において留保したいように思われる。

- (1) われわれの「資金循環の図式論」は、資金循環の基本的見方（ヴィジョン）を示すものであって、所得循環のそれではない。審査報告の「見解」は、所得循環を根幹とし資金循環は「その一環」として、つまり所得循環の従たる関係として位置づけて、あえて「経済循環」の図式と称しておられる。一体、所得循環（実物経済）と資金循環（金融経済）の関係はどのようにみるべきか。それは研究目的いかにによってとりあげ方が違ってくるであろうし、また学問観の問題でもあり、見解はひとによって異なる。それはさておき、われわれのテーマはあくまでも「資金循環」の分析であって「所得循環」の分析ではない。資金循環分析の課題は、前述のように資金の金融的流通のダイナミックな態様を明らかにし、その過程において資金の金融的流通と通貨の産業的流通（つまり所得循環）との交渉関係をとらえる点にある。その意味で、「資金循環の図式論」は「金融的流通」のプロセスの説明により重点をおくべきであるというのがわれわれの主張である。しかし、だからといって筆者は「産業的流通」の世界すなわち所得循環の領域を軽視してよいというのではない。われわれの「図式論」ではそれを「第2過程」にコンパクトなかたちで位置づけたが、審査委員はこの点について記述不足として不満を抱かれ、所得循環について標準的な「見解」を示されたものとも解される。しかしその場合、資金循環の問題を経済循環（その実は所得循環）の「一環



としてとらえるべきもの」というだけでは、論理関係が明らかでなく、「見解」は結局、所得分析の立場からのコメント以上のものではないように思われる。

- (2) 「見解」によれば、「投資計画→与信行為→（意図的）投資→投資乗数→国民所得→消費・貯蓄となり、この貯蓄が再び投資計画に結びつく」とある。図式が投資計画から始まる点については異論はなく<sup>(6)</sup>、ついで「与信行為」が投資支出をファイナンスし、投資乗数効果を経て投資（意図されない投資も含む）に等しい貯蓄が生ずるプロセスはケインズ理論の示すとおりで、この点も異論はない。しかし問題は、「与信行為」による銀行信用の流れが、所得の乗数的拡大の結果生ずる貯蓄との関係においてどのようなになるか——銀行信用が返済されるのか、あるいは借換えによって残高がそのまま残るか——という点である。「見解」はこの点についてなんらの言及もない。もっとも、「見解」は「貯蓄が再び投資計画に結びつく」という。その文意は必ずしも明らかでないが、おそらく当初の投資支出は最終的には貯蓄資金によってファイナンスされる関係にあると、筆者流に解するのが至当であろう。そうであるならば、資金循環論の立場ではその金融の形態と経路が問題となる。われわれの図式論では、第3過程において貯蓄資金がいかなる金融資産に運用されるか、第4過程においてそれがいかなる経路を通じて投資資金にむけられるかを明示しようとしたのである。そして、第4過程の投資資金が第2過程に入って当初の銀行の短期信用の返済に充てられるならば、投資金融の発端となる短期信用が貯蓄資金の運用形態である長期信用によって確定化（consolidation）されることになる。これは銀行信用と証券市場の関係、投資・貯蓄の金融仲介の問題など、金融論上の重要な論点であり、われわれの「図式論」の狙いは、まさにこれらを明示的に位置づけることにある。要するに、審査報告の「見解」は、前述のようにむ

しろ所得循環の領域にとどまるものであり、資金循環分析固有の課題に積極的に応えることはできないように思われる。

- (3) また「見解」は「自己完結的な経済循環の図式」という。この点は図式のたて方、いかえれば経済モデルの設定の仕方によるもので、「自己完結的」あるいは「継続的」のいずれがよいか、一律に断定できないであろう。前述の古典的図式は完全雇用均衡から出発する「古典的二元論」の自己完結的といえる。またケインズの図式においても、初めの銀行信用が長期信用によって確定化されるところで図式を閉じるならば、自己完結的な図式とみることでもできる。ところが、われわれの「図式論」は、現実のダイナミックな金融経済を対象とし、金融政策の効果波及の関係も織り込んだ「継続的」な図式としてうちだしたものである。われわれの図式の「第5過程」は、前述のように金融市場の資金需給の過不足が市場メカニズムと金融政策によって調整される領域であり、これは次期の銀行の与信活動に影響を与える作用をもつ。この第5過程を欠くことは、金融政策の作用を重視するわれわれの立場からすれば、まさに画龍点睛を欠く憾みになる。その意味で、われわれの図式は「継続的」動態的な図式（第5過程→第1過程）であり、実際の資金循環統計の記述分析に役立ち、さらに進んで、さきに問題となった「因果関係」の分析にも役立つのではないかと思われる。

### 3. 投資・貯蓄の均等と資金循環の変動

「図式論」について若干の重要な問題を取りあげ補説したい。

#### (1) 投資拡大と銀行信用の増加

経済成長が企業の設備投資の拡大によって生じ、投資資金がおもに銀行貸出によってファイナンスされるケースを考えよう。これは教科書的には事前

的投資が事前貯蓄を上回り、この需要超過が乗数的拡大を経て経済活動水準の上昇をもたらす過程である。「図式論」ではそれは「第2過程」であり、その過程において投資・貯蓄の事前的不均等が所得の拡大を通じて事後的に均等する。

さて投資金融の問題であるが、個々の企業は投資資金の調達について、銀行借入れ、起債・増資あるいは自己資金等のなかから最も有利な方式を選ぶことができるであろう。しかしマクロの問題としてみると、投資支出の増加に必要な流動性を供給確保することが経済成長にとって必要となる。

一般に企業の投資意欲が旺盛で経済の拡大テンポが高いとき、増大する資金需要の大部分が結局、銀行の信用創造—預金通貨の供給によってまかなわれることになる。これは図式論では「第1過程」であり、それが支出されて「第2過程」に移る。しかし、個々の企業によっては手持ち流動性の取り崩し、あるいは債券の流動化によって所要資金を調達して投資支出に充てる（第4過程→第2過程）ことはありうるケースであろう。事後的バランスとしてはこのケースは投資が外部負債に依存せず自己資金（いわゆるキャッシュフロー）によってまかなわれたかたちとなる。金融面では不活動残高の一部が活動化され（ケインズの  $M_2 \rightarrow M_1$ ）、通貨の回転率は上昇するが、通貨供給量は増加しない。成熟した経済情勢—ヒックスのいう自律経済 *auto-economy*—のもとではこうした動きがみられるであろう。しかし通貨の回転率の上昇にともなって、他の事情にして同一なるかぎり、短期金融市場は繁忙化し短期金利は上昇する。そして、政策当局が中立的な政策スタンスをとるならば、活動残高の需要増加の相当部分は結局、銀行信用の増加によってまかなわれ、通貨は追加的に供給されることになる。

次に、こうした銀行信用の増加によって創設された預金通貨（第1過程）が産業的流通（投資支出）に支出されると、前述の投資乗数が働く領域（第2過程）となる。そして「生産—所得形成—支出」の所得循環が順調に進行

し、それにとまなう取引決済は企業・家計の銀行預金口座間の振替によっておこなわれる。その間個人の消費支出に関連して預金の一部が現金で引き出されるが、それ以外の資金は銀行預金として銀行組織全体に歩留まることになる。銀行貸出と預金が揃って増大する、いわゆる「預貸併進」の現象は、資金循環の流れが「図式論」の第1過程と第2過程の間を互いに交錯しながら全体として順調に進んでいる状態を示すものである。

## (2) 投資・貯蓄の金融仲介

第2過程の所得循環において形成された貯蓄は、第3過程の「広義金融市場」において種々の金融資産の形態（生命保険・投資信託・証券投資など）に運用される。産業的流通（第2過程）においては前述のように、資金の大部分が預金通貨として、一部が現金通貨の形態で取引決済に用いられているが、貯蓄資金の運用面（第3過程）では長短金利が重要な役割を担い、貯蓄資金は定期性預金・貸付信託・生保払込み・投資信託・債券投資・株式投資など、種々の金融資産に運用され、資産形態は多様化する。そして第4過程において、これら貯蓄資金が市場機構を通じて貸出・証券投資に運用され、再び産業的流通に投入されるであろう（第4過程→第2過程）。こうして所得面の貯蓄と投資は、資金の金融的流通（第3・4過程）によって結ばれる。それが「広義金融市場」の金融仲介機能である。

次に市場機能を通じて企業に再投資された資金が産業的流通に流入し企業間の取引決済に用いられるときには、資金は銀行預金のかたちで銀行勘定にとどまっている。しかし、それが企業によって既往の銀行借入金の返済にあてられるときには、銀行勘定では貸出・預金は両建的に減少する。前述の「投資金融の確定化」は、第1過程の銀行の短期借入金が証券発行の代り金によって置き換えられることをさす。これは、個々の企業が財務構成の安定化のためにおこなう措置であるが、マクロ的にも銀行信用と資本信用のバラ

ンス化、あるいは長短金融市場のバランス化になり、ひいては金融機構全体の安定化に寄与することになろう。

一般に、金融資産の蓄積が高まり、銀行以外の各種金融機関が整備され、長短金融市場が発達するにつれて、銀行のシェア低下、機関投資家・証券市場のシェア上昇の傾向がみられる。これは、経済の成熟化のなかで個人・企業の資金運用面では流動性よりも収益性が重視され、資金調達面ではより長期安定的な資金形態が選ばれる傾向が強まったことによるものであろう。「図式論」でいえば、第3過程「貯蓄資金の形成・運用」において銀行預金から投資信託・生命保険・証券投資へのシフトの割合（銀行預金の流出率）が漸次高まり、また第4過程「広義金融市場」において再投資される貯蓄資金のうち第1過程の銀行信用の返済（投資金融の確定化）に充てられる割合が比較的大きいことを示すものであろう。

### (3) 資金循環勘定のバランスとインバランス

資金循環勘定の計数は簿記的な「貸借均衡の原理」によって記録されるため全体としてはつねにバランスしているが、部門別には貸借バランスしているとは限らない。各部門勘定において最終行に貸借収支の「差額」、すなわちインバランス額が記録される。各部門勘定のインバランス額の合計はプラス・マイナス相殺されてゼロになり、資金循環全体としてはつねにバランスの状態となる。問題は、資金循環勘定全体の形式的なバランスが実質的にもバランスの状態であるかどうかという点であり、その簿記的なバランスの形態・内容を吟味することが必要であろう。ここでは、そうした残差項目である各部門の「資金過不足」と、それとは対極的な位置にあり、政策変数でもある「日銀信用増減」をとりあげたい。

開放体系下では投資・貯蓄は経常収支尻を含めて均等するが、企業・個人・政府の部門別には投資と貯蓄は均等せず、「資金不足」（投資超過）あるいは

「資金余剰」(貯蓄超過)が生ずる。各部門の「資金過不足」は同時に金融取引における最終の貸借況であり、実体面(所得収支)と金融面の接続項目でもある。各部門の「資金過不足」は残差項目であるが、たんなる残差項目ではなく、それ自体意味をもつ変数である。とくに企業部門の「資金不足」(または「資金剰余」)は、投資活動の金融面へのインパクトを示す変数として注目を要する<sup>7)</sup>。企業部門の「資金不足」の動きは、個人部門の「資金余剰」、公共・海外部門の「資金不足」の動きとの、いわば横のバランス関係に影響する<sup>8)</sup>。すなわち、各部門の「資金過不足」のバランス関係は景気局面の推移に即して変動し全体として異なる姿を示すことになる。

一方、資金循環の計数は、各部門の「資金過不足」を接点として投資・貯蓄計数につながる。資金循環計数については、前述のように銀行貸出・預金、債券・株式、さらに対外債権・債務などの動きが主体であり、重要である。とくに景気局面に応じて資金循環の計数が実体経済面からいかなる影響をうけたかという点になると、各部門の「資金過不足」の動きがひとつの有力な手がかりとなろう。

次に中央銀行信用の増減は、「図式論」でいえば、前述のように第5過程の銀行の準備ポジションの過不足、同じことであるが、金融市場の資金需給の過不足を調整する変数である。この金融市場の過不足は、上述の各部門の「資金過不足」と同じ用語でまぎらわしいが、その意味・概念はまったく異なる。

資金の金融的流通を「中央銀行—市中銀行—非金融部門」の立体的関係でみれば、各部門の「資金過不足」——企業・個人・政府など非金融部門のそれであるところに意味があるが——は、資金の金融的流通全体の貸借差額であり、そのファイナンスはおもに銀行信用によっておこなわれる。これに対して、金融市場における資金の過不足は、上述のように、銀行部門の預貸バランスの差額であり、中央銀行信用によって調整される。これは金融市場で

日々みられる動きであり、市場レートも毎日変動している。しかし金融市場の逼迫・緩和の問題は、景気変動や金融政策との関係が重要である。

一般に景気上昇局面では金融市場は資金不足（需要超過）、日銀信用の増加となり、景気調整局面では金融市場は資金余剰（供給超過）、日銀信用の減少となろう。前者では短期市場金利は上昇し、後者では低下する。これはいちおうの類型化であり、日銀信用の増加、短期金利の上昇をもって、ただちに資金循環のインバランスの集約的指標とみることはもちろん早計である。資金の金融的流通の頂点である日銀信用と、その基底部分である各部門の「資金過不足」の中間部分を形成するものは、銀行貸出・預金、証券市場、海外との資金流出入など資金循環の主要部分である。資金循環の実質的なバランス・インバランスの判断には、たしかにこの2指標——いずれも差額項目であるが——が有力な手がかりとなるが、それを手がかりとして、その中間を埋める資金循環の主要部分の動きを分析することこそ、われわれの課題である。そこで次に「広義金融市場」の問題に進む。

- (1) 石田 [3] [4]。
- (2) 古典的図式とケインズの図式の論述は山口 [13]・小泉 [17] に負うものである。
- (3) 石田 [1] [3] [4]。[1] は実証分析に記述内容の重点をおいた関係上、「図式論」自体の解説は簡潔にしすぎたことは否めない。
- (4) この場合、もし中央銀行の裁量的な金融調整がおこなわれず、資金需給の過不足はすべて金利機能によってクリアーされるとすれば、市場金利の乱高下が生ずるであろう。
- (5) 明治大学 [26]。
- (6) 筆者は [3] において「企業は設備投資計画をたてその実施を決意すると、とりあえず銀行から短期借入によって当面の所要資金を調達し、投資活動に着手する。…」と述べた。ただ、「図式論」全体のなかで「投資計画」の表示が必須であるとは思われない。
- (7) 60年代の高度成長期には企業部門の「資金不足」は高水準（GDPの約8%）に達し、それはおもに銀行借入金の増加によってまかなわれた。最近 94～95

年には企業部門は「資金余剰」（貯蓄超過あるいは投資不足）に転じ、95年の対GDP比率は2.6%である。

- (8) 海外部門の資金不足はわが国経常収支黒字を、資金余剰はその赤字を意味する。60年代の景気過熱期には企業部門の資金不足の増加は海外部門の資金余剰化ないしその増加をもたらし、日本経済全体としてはインバランスの度合いが増したのである。

#### IV. 資金循環バランスと金融システム

##### 1. 資金循環における「広義金融市場」

次の論点として「図式論」第3・4過程の「広義金融市場」の構成を再検討し、「市場」の資金需給の調整あるいは金融仲介のメカニズムはどのように働いているか、資金循環バランスの均衡とはどういう状態であるか、について検討しよう。

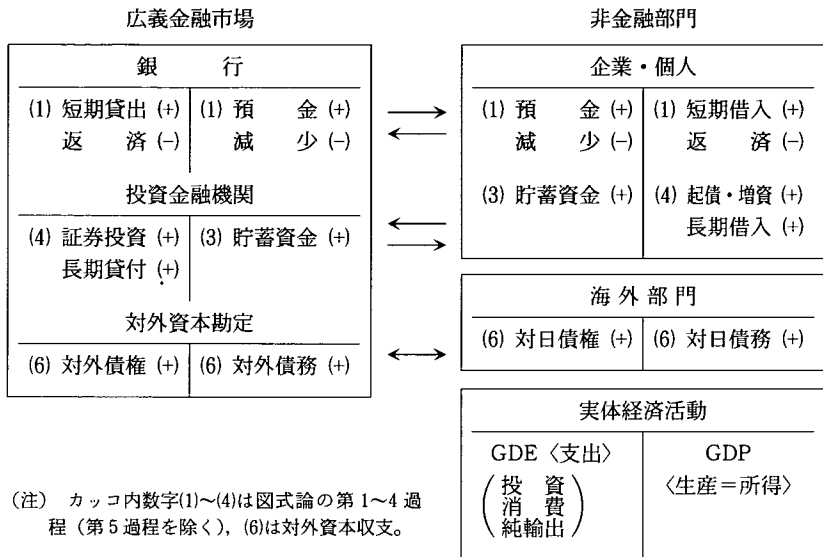
筆者はすでに「広義金融市場」の意味について前段（Ⅱ2）で若干ふれた。ここでは「図式論」の観点から「広義金融市場」に記録される資金循環計数を整理する必要があるように思われる。「市場」への資金の流入（原資）と流出（運用）は、次の5段階の資金の流れに分けることができよう。（図IV-1参照）

- (1) 「図式論」第1過程の「銀行信用の供与—預金通貨の供給」が「市場資金」の流出（借方）と流入（貸方）の両建のかたちで記録される。前述のように経済拡大期において銀行貸出の増加と預金増加が併進し、これによって第2過程「産業的流通」における取引決済がおこなわれ、個人所得—貯蓄が形成される。
- (2) 第2過程の所得循環で生じた貯蓄預金が種々の金融資産の形態をとって「市場」に流入する。これは第3過程である。ついで、この貯蓄資金が市場機構を通じて貸出・証券投資によって第2過程の産業的流通に運



資金循環論をめぐる若干の問題点

図IV-1 広義金融市場をめぐる資金循環



用される。これが第4過程である。「広義金融市場」における資金の流入と流出の主要部分は、「図式論」の第3・4過程であり、この資金の流れが「貯蓄と投資の金融仲介」機能を営むのである。この論点は次に進む。

- (3) 「市場」から長期信用のかたちで第2過程に流入した資金は、「産業的流通」の過程で借入企業において第1過程の銀行短期信用の返済に当てられるであろう。これが代表的なケースであり、こうした「投資金融の確定化」によって、第1過程の銀行貸出と預金は両建的に減少する。「市場」資金の全体の構成では「投資金融の確定化」だけ銀行短期信用と預金の比重が低下し、長期信用（長期貸付金・証券投資）と預金以外の貯蓄資金の比重が上昇することになる。「図式論」第2過程の所得循環において形成された投資と貯蓄の均等は、第3・4過程「広義金融市場」における資金需給のメカニズムを通じて営まれる金融仲介によって、

金融的に裏付けられることになる。

(4) 前節の「図式論」の説明では海外との資金の流出入（国際収支の長短期資本取引）の動きを拾象してきたが、もちろんこれは現実的ではない。実際の資金循環統計では海外からの長短期資金の流入（対外債務）と、海外への同じく資金の流出（対外債権）および外貨準備増加分が、市場資金の流出入にそれぞれ加わる。

(5) 最後に、第5過程の中央銀行信用の供給は、おもに銀行預金の現金引出（cash drain）にともなう市場資金の需給を調整するものである。これは図IV-1の「広義金融市場」では簡素化のため中央銀行と銀行相互間で相殺されたかたちで示される。

資金循環勘定から作成される「広義金融市場」統計は以上5グループの資金の流れの合計額とみることができる。「図式論」の見地からも、また事後的統計からみても、その主要部分は上述の(2)「貯蓄資金の流入とその運用」である。繰り返していえば、「広義金融市場」の投資・貯蓄の金融仲介機能はこの資金の流れによって営まれるからである。しかしケインズ的にいえば、投資活動の作動には、①銀行の短期信用の供与—通貨の供給が必要である。投資の金融というときには、①投資の前貸短期金融と、②長期信用による「投資金融の確定化」の両者を、一体的にとらえることが必要であろう。

なお、上述の長期信用が第2過程「産業的流通」において短期信用の返済に充てられずに、次期の投資支出に使用されるときには、どうなるか。この場合、当初の短期信用はそのまま借り換えが繰り返され、事実上、長期借入金となる<sup>1)</sup>。

また、業績好調な企業のなかには内部留保によって当初の短期信用が返済されることがある。事後的バランスでは投資支出が企業貯蓄でまかなわれたこと（投資の自己金融）になり、「広義金融市場」の事後的バランスでは第1過程の「銀行信用の供与—預金通貨の供給」は両建的に減少する。事後的バ

ランスでは所得面の投資＝貯蓄の関係は残るが、資金循環面では貸借両サイドともに消えることになる。

いずれにしても、「広義金融市場」に記録される計数はもちろん「事後的」計数である。現実の市場では日々生きた資金がたえず流入しており、資金の需要と供給がぶつかり合っている。そこでは「事前的」な資金需給には、つねにギャップが生ずる。それは金利の働きで調整され、金融政策の介入も加わり、資金需給は「事後的」には均衡化したかたちとなる。この場合、前節でふれた資金循環のマクロ的バランス・インバランスの判断の問題に関連していえば、「広義金融市場」の計数には前述のように、「図式論」第5過程の「インターバンク市場の取引・日銀信用の増減」は金融機関相互間で相殺されて、表面にあらわれていないことに留意する必要がある。その意味で、「広義金融市場」の動きには長短金利など市場指標の動きとともに、銀行貸出・預金、証券市場、海外との資金流出入と日銀信用の増減をあわせてみることが重要である。

（補筆）本稿脱稿後、筆者は「図式論」的な角度から「広義金融市場」の動きについて、景気拡大期 1987～88 年と景気調整期 1994～95 年の計数を対比するかたちで分析を試みた（拙稿「1994～95 年の資金循環の態様と公社債市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 4 号、1996 年 11 月）。

## 2. 資金循環・資金需給・金利機能

西川元彦教授は小著「広義金融市場」の計数には資金需給の問題が内包されている点（第 5 章）、金融政策の資金循環への影響がおもに「広義金融市場」の分析を通じて試みられている点（第 6 章）をとりあげて、簡潔な表現であるが、次のように好意的なコメントを寄せられた。

第 1 は、事後的資金循環を「広義金融市場」として捉え直す点である。す

なわち、「市場には事前的な需給ギャップが生まれるし、金利も「作用」する。マクロだけでなくミクロの視点も加わり「因果論的解釈」に進む。さらにそこでは金融の自由化とか証券化といった「構造変化」問題にも架橋されてくる。」第2は、「金融政策論への拡充であり、これはシュンペーター的な信用創造のもつ「始発点」機能に注目したうえでの資金循環論「動態化」の試みである」<sup>(2)</sup>。

他方、審査報告は図式論における「広義金融市場」の役割について次のように筆者に問い質しておられる。

「問題は図式の第4過程（貯蓄資金の再投資）にある。これをたんに貯蓄・投資のバランス論で片づけることができないことはいうまでもないが、それではここでは貯蓄と投資を結びつけるものは何であろうか？

本論文ではこれについての説明が欠落しているようである」<sup>(3)</sup>。

審査報告のコメントは、ひとつには投資・貯蓄の均等に対応する資金循環面の「金融仲介」過程のメカニズムについての質問であり、いまひとつは金融市場における資金需給の調整機能としての金利の役割についての指摘にあると思われる。前者の問題はすでに繰り返しふれたので、ここでは「図式論」に即して金利の役割を位置づけることによって、教科書的ではあるが、コメントに対する第1の回答としよう。

繰り返し述べたように、投資と貯蓄の均等は第2過程「産業的流通」において所得の乗数的拡大を通じて成立し、そこでは金利は直接に関与しない。この点は古典的理論とケインズ理論との際立った対立点である<sup>(4)</sup>。金利が関与するのは、企業が投資計画をたてる時、資本の限界効率と長期利率を対比して投資の採算性を検討する場合である。そして、企業が投資を決定するときには、まず投資に着手するに当面の所要資金について銀行から十分な短期金融を受けることができること、ついで近き将来において銀行からの短期債務を満足な条件で証券化できる見通しがついていること、この2条件が満

たされなければならない<sup>6)</sup>。

ここで満足な条件での証券化とは、企業が初め投資決意をしたときに採算的に予定した長期利率で後日実際に起債できるかどうかということである。その長期利率（債券利回り）の決定の「場」は債券市場であり、ケインズの「流動性選好説」が成立するところである。投資家筋は市場の先行き見通しがないし予想によって債券投資か流動性保有かの選択をおこない、彼らがいだく相場観が債券利回りの決定にとって重要な要因となろう。こうして決定される債券の流通利回りが基準となって債券発行額と発行条件（利回り）が決定される。企業は当初予定した計画を考慮しつつ適当な時期に起債を実施し、その債券発行代り金を銀行からの短期借入金の返済に充てるであろう（投資金融の確定化）。この場合、もし債券利回りが上昇すれば、資本の限界効率がそれを相殺するだけ好転しないかぎり、企業は投資計画を削減し資金調達計画を見直すことになるろう。

### 3. 金融システムの展開

このように「投資・貯蓄の金融仲介」過程において金利機能は重要である。筆者もこの点について異論をもつものではない。ただ、資金循環の実証分析を主要テーマとする小著において筆者が関心を抱いた点は、研究対象の約40年間の資金循環の動態過程において、金利機能が「どのような形で」働き、そしてそれが金融システムの変容、資金需給の変化を通じて資金循環バランスに「どのような影響」を与えたか、とくに金融政策は金利面を通じて資金循環に「どのような変動」をもたらしたか、という実証面の論点であった。

こうした視点からわが国の金融システム、金利機能の状況と資金循環の変動との関係について、筆者の理論的立場にたちながら小著第5・6章の記述内容を抄述して、審査報告のコメントに対する第2の回答としたい。

## (1) 60年代高度成長期—金利規制

わが国の金融システムは戦中・戦後にかけて、そして少なくとも70年代半ばころまでは、当局の金利規制や制度的慣習などのために金利機能が著しく制約されていた。とくに60年代の高度成長期では企業の旺盛な設備投資活動による資金の需要超過のもとで、当然、金利水準は全般的に上昇するはずであるが、戦後一貫して「低金利政策」が採用され貸出・預金金利など主要金利は実勢以下の低水準に規制されてきた。そのため貸出市場での資金需給は金利によって十分クリアーされず、日銀の市場資金の調整は常時引き締め気味におこなわれ、銀行貸出の供給は量的に制限されてきた。いわゆる信用割当 credit rationing がおこなわれていたのであり、とくに都市銀行の貸出は主として信用力の強い大企業に対して優先的に供給されてきた。わが国金融構造の特色として銀行を中心とする「間接金融」機構があげられるが、こうした低金利と信用割当を通じて個人貯蓄がおもに銀行を仲介として企業の投資資金にむけられて、経済の高度成長を金融面から支援してきた<sup>7)</sup>。

金融引き締め時には日本銀行は公定歩合の引上げと「窓口指導」の強化を併用した。公定歩合の引上げは、金利のコスト効果よりも日銀当局の公示効果 announcement effect としての意義が大きく、あわせて日銀は公定歩合の引上げをもって、銀行間のコールレートを比較的大幅に上昇させる契機とした。「窓口指導」は対象となる主要銀行の貸出増加額を直接に抑制する点で速効性があった。

## (2) 70年代後半以降の安定成長—金利自由化への進展

70年代後半になると、企業の設備投資活動は鎮静化し経済成長は減速化、企業金融は緩和した。そして国債の大量発行とともに短期金融市場・債券市場が発達し、長短金融市場の取引規模は急速に増加した。大量の国債は当初は銀行を中心とする引受シンジケート団によって一括引き受けられていたが、

市場メカニズムが徐々に導入されて公募入札制となった。これは資金の需給関係が長短金融市場によってクリアーされ、金利機能が作用する「場」が拡大してきたことを意味する。そして、貸出・預金金利も、それに伴って漸次撤廃され、金利全般にわたって自由化されることになった。こうして金融システムは、60年代の全面的な金利規制の状態から、70年代後半には規制金利と市場金利が並行する状態に移行し、80年代後半以降に全面的な自由金利の状態となった。

日本銀行の金融政策の運営面においても、長短金融市場の発達にともなって「市場」を基盤とするオペレーションが主要手段となり、市場資金が機動的に調整されるようになった。金融調整が70年代後半ころまでの対「銀行」型から徐々に対「市場」型に進展してきたといえよう。

さらに対外的には、80年代後半の円高過程において内外金利差を追求する長短期資金の内外交流が一段と活発化してきた。その間、わが国の金融緩和政策によって長短金利が低下し、日米金利差が拡大した。とくに長期金利の格差拡大は対米債券投資の増大を中心に長期資本収支の巨額の流出超過をもたらした。こうして変動相場制と自由な金融システムのもとで長短期資金の移動が活発化するにともない、内外金利の連係化が強まった。

### (3) 金融政策の展開と資金循環の動態

1985年9月「プラザ合意」以降の円高過程から最近96年半ばまでの10年余において金融政策は「緩和—引締め反転—再緩和」とめまぐるしく推移し、日本経済と金融は大きく変動した。

まず86～89年の円高下には金融緩和・低金利政策が長期間にわたり推進され、資金循環は銀行貸出の増加と株式市場の活況を両軸として拡大し、さらに前述のように内外資金の交流が活発化した。この間景気は拡大したが、同時に株価・地価も大幅に上昇した。その背景には市場における景況感が好

転し、金利先安観が圧倒的に支配的となった。企業の景況感の好転はケインズの「資本の限界効率」の上昇を意味し、また円高過程において市場の「金利先安観」の強まりはケインズの「流動性選好」を低下させ、長短金利は揃って低下した。こうして金融・証券市場全体が強気一色となり（トリプル高）、資金循環規模の拡大テンポは、銀行貸出の伸長と証券市場の活況を中心に実体経済活動のそれを大きく上回った。いわゆる「バブル」（資産インフレ）の発生である。これは市場メカニズムが過度に作用し資金の動きがオーバーシュートしたことによるものであった。

ついで89年後半に金融引締めにはいり、為替相場も円安化にむかうと、長短金利は上昇し、株価は下落した。金融・証券市場全体が弱気一色となり（トリプル安）、景気は後退局面にはいりバブルは崩壊した（資産デフレ）。91年半ばには引締めは解除され、それ以降、公定歩合は段階的に引き下げられ緩和政策が進められた。こうして再び低金利時代にはいり長短金利は低下したが、それにもかかわらず、景気後退局面が長期化し（92～94年間ゼロ成長）、株価は低迷を続けた。これはバブル崩壊の後遺症もあり、資金循環の規模は90～93年間連続して対前年比を下回る縮小の傾向を続けた。

- （1）企業の財務責任者は後日、起債・増資環境が好転した機会に、起債・増資を実施し、短期債務を返済して債務構成の安定化をはかるであろう。
- （2）西川 [22]。
- （3）明治大学 [26]
- （4）筆者は前稿 [2] において次のように述べた。

「古典理論は、完全雇用を前提とし所得水準は一定であるとして、投資・貯蓄の均等は、金融的流通の場において決定される利子率の動きを媒介として達成される、とみている。とくに利子率の変動は所得の貯蓄と消費への配分、すなわち貯蓄率の動きに影響するとみている。

これに対してケインズ理論は、不完全雇用を前提として、投資・貯蓄の均等は、雇用水準と所得水準の変動によって——すなわち乗数理論のプロセスに従って——産業的流通の場においてえられる、とみている。投資水準は資本の限界



## 資金循環論をめぐる若干の問題点

効率と利子率の関係で決定されるが、所得の消費と貯蓄への配分は利子率ではなく消費性向によって決定される。そして、消費性向（あるいは貯蓄率）を所与とすれば、貯蓄は所得の関数となり、投資と貯蓄の均等は、投資による所得の乗数的拡大の過程において成立する、というのである。」

- (5) 鬼頭 [15] 262 頁。
- (6) 石田 [1] 第 5 章 130-140 頁, 第 6 章 141-159 頁。
- (7) 図式論からいえば、高度成長期の資金循環は、「銀行貸出増→預金通貨増→企業投資増（資金不足増）→所得形成→個人貯蓄増（資金余剰増）→預金増・現金増＝日銀信用増」という、典型的な銀行信用—投資先行型であった。当時、起債市場は十分発達しておらず、銀行貸出の確定化は、おもに個人定期預金に裏付けられた長期貸出金によっておこなわれていた。

## V. 残された問題

### 1. 貸付資金説 VS 流動性選好説

「広義金融市場」の問題に関連して、利子率決定理論としての貸付資金説と流動性選好説の理論構成を比較検討しよう。結論を先取りすれば、公社債市場が発達した現在のわが国の金融システムにおける利子率決定理論については、資金のフロー面にたつ貸付資金説よりも、そのストック面を重視する流動性選好説をとりたいと思う<sup>(1)</sup>。

#### (1) 貸付資金説

図V-1は「国内非金融部門」（企業・個人・公共部門の合計）と「広義金融市場（銀行・投資金融機関・証券市場）」の2部門（海外部門を除く）の封鎖体系の資金循環図である。これは次のような前提にたつ単純なモデルである。

- ① 金融資産・負債項目は通貨（現金・預金を含む）M、その保有L、通貨以外の間接金融資産（例えば投資信託受益証券・保険年金払込金）F、

銀行短期信用  $SB$ , 債券  $B$ , 株式  $E$  である。

② 「非金融部門」の資金調達項目は、銀行短期信用  $SB^S$ , 証券発行  $B^S$ , 株式発行  $E^S$  であり、資金運用項目は、通貨保有  $L$  とその他間接金融資産  $F^D$  である。なお証券投資は  $F^D$  のなかに含め、それが投資金融機関に預託され同機関によって一括して証券投資にむけられるとする。

③ 「広義金融市場」は短期金融の銀行と長期金融の投資金融機関・証券市場から構成され、長短金融の分離システムとする。銀行は非金融部門への短期与信  $SB^D$  によって通貨  $M$  を供給する。投資金融機関（投資信託勘定・生命保険会社など）は非金融部門から長期金融負債  $F^S$  を受け入れ、これを債券  $B^D$  と株式  $E^D$  の投資に運用する。

④ 「非金融部門」の実体経済活動は投資  $I$  と貯蓄  $S$  で示される。封鎖体系のもとで投資と貯蓄はバランスする。なおサフィックス  $D$  は需要,  $S$  は供給を示し、金融変数はすべてフロー額 ( $\Delta$  を付す) である。

まず貸付資金説における貸付資金の需要と供給は、図 V-1 の「国内非金融部門」のバランス式から次のように示される。

$$\Delta L + \Delta F^D + I = \Delta SB^S + \Delta B^S + \Delta E^S + S \dots\dots\dots (1)$$

(1)式左辺は非金融部門の「広義金融市場」への資金の供給と投資であり、右辺は同部門の「市場」から資金の調達と貯蓄である。左辺の  $\Delta L$  は通貨保有増加であり、 $\Delta F^D$  は投資金融機関（広義金融市場に含まれる）を通じて債券  $\Delta B^D$ ・株式  $\Delta E^D$  の証券投資にむけられる。すなわち、 $\Delta F^D = \Delta F^S = \Delta B^D + \Delta E^D$  である。また右辺の  $\Delta SB^S$  は銀行からの短期借入金の増加であるが、その対応項目の通貨保有増加  $\Delta L$  は銀行勘定では通貨の供給増加  $\Delta M$  である。したがって、(1)式は(2)式にかき改めることができる。そして、(2)式はさらに(3)式に改めることができる。

$$\Delta B^D + \Delta E^D + \Delta L + I = \Delta B^S + \Delta E^S + \Delta M + S \dots\dots\dots (2)$$

$$[(\Delta B^D + \Delta E^D) - (\Delta B^S + \Delta E^S)] = (S - I) + (\Delta M - \Delta L) \dots\dots (3)$$

(3)式において( $\Delta B^D + \Delta E^D$ )は証券の需要すなわち資金の供給  $\Delta FS$  であり、( $\Delta B^S + \Delta E^S$ )は証券の新規供給すなわち資金の需要  $\Delta FD$  である。そこで(3)式は次の(3)'式あるいは(3)"式に改めることができる。

$$\Delta FS - \Delta FD = (S - I) + (\Delta M - \Delta L) \dots\dots\dots (3)'$$

あるいは

$$\Delta FD - \Delta FS = (I - S) + (\Delta L - \Delta M) \dots\dots\dots (3)''$$

この(3)"式は、貸付資金の需給は投資・貯蓄の差額と通貨の保有増加と供給増加の差額の和に等しいという関係を示す。これが利子率決定の貸付資金説の基本式である<sup>(2)(3)</sup>。

上述の(1)～(3)"式はいずれも事後的バランス式であるから、左辺と右辺はつねに均等する。しかし、事前的には両辺が均等する保証はまったくない。したがって、(3)"式を事前的に解釈すれば、貸付資金説の主張のように利子率は貸付資金の需給関係によって決定されることになる。貸付資金の需要要因は投資と通貨の保有増加であり、資金の供給要因は貯蓄と通貨の供給増加(信用創造)である。

このように貸付資金説の基本式の諸変数の関係は資金循環勘定の非金融部門の資金収支フロー・バランス式から整合的に理解することができる。そのわかりやすさがひとつのメリットであろう。

## (2) 流動性選好説

流動性選好説によれば、発達した長短金融市場とくに債券市場において投資家は市場の先行きの予想とその時の通貨量を勘案して債券投資か流動性保有かの選択をおこなっており、その過程で債券利回り(債券価格)が形成される。それが利子率であるという。ケインズが「利子率は特定期間流動性を手放すことに対する報酬」というのは、こうした意味である。もっとも、ケインズは債券 bond より若干広い概念の債権 debt という用語を用いている

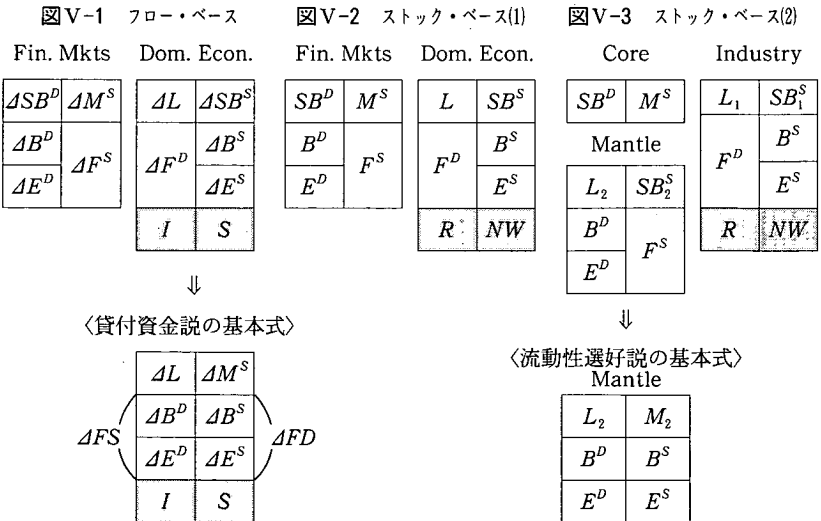
が、ここではより明確な概念の債券を用いることにする<sup>(4)</sup>。

ここで債券市場を直接対象とする流動性選好説の理論構成を資金循環勘定から組み立てる作業に移ろう。図V-2は前掲図V-1と同じく「広義金融市場」と「国内非金融部門」の2部門モデルであるが、ストック・ベースのバランス図である。貸付資金説の基本式は前述のように「国内非金融部門」のフロー・ベースのバランスから誘導したが、流動性選好説のそれはまず「広義金融市場」のストック・ベースのバランスから誘導することにする。<sup>(4)</sup>式がそれである。サフィックス $D$ は保有残高(資産)、 $S$ は発行残高(負債)を示す。

$$[(B^D + E^D) - F^S] + (SB^D - M^S) = 0 \dots\dots\dots (4)$$

(4)式の $F^S$ は前述(1)と同様に国内金融部門から投資金融機関に預託された間接金融資産であり、投資金融機関を通じて債券・株式への投資に運用されるものとする。したがって、 $F^S$ は非金融部門の $(B^S + E^S)$ に置きかえ

資金循環における「広義金融市場」



ることができよう。また  $SB^D$  は銀行の短期信用の供与であり、通貨供給量  $M^S$  の対応項目である。 $M^S$  は非金融部門では通貨保有量  $L$  である。ケインズに従って、 $L$  は取引的動機および予備的動機に基づく  $L_1$  と投機的動機に基づく  $L_2$  に分かれる。 $L_1$  対応の取引通貨（活動残高） $M_1$  は、非金融部門相互間における産業的流通に用いられる。 $L_2$  対応の資産通貨（非活動残高） $M_2$  は、通貨の形態をとる貯蓄資金の一部であり、証券市場に出動前のいわば待機中の通貨である。 $M_2$  は実際にはおもに非金融部門（個人）において保有されるが、ここでは債券・株式への投資はすべて投資金融機関を通じておこなわれると仮定した。そのため  $M_2$  は上記  $F^S (= F^D)$  に含めて投資金融機関の保有  $L_2$  に移され、そこで  $L_2$  と  $B^D$  との選択がおこなわれるものとする。

図V-3はこうした仮説に基づく3部門勘定——銀行・証券市場（投資金融機関を含む）・非金融部門——からなる資金循環図である。これは図V-2の「広義金融市場」を「銀行」と「証券市場」に分割したもので、ヒックスの3部門モデル——core, mantle, industry——と外見は同じである<sup>(5)</sup>。銀行部門 core は銀行の短期与信によって通貨の供給をおこない<sup>(6)</sup>、証券市場 mantle は債券・株式が売買される「場」であり、市場の主体は機関投資家である。そこでは機関投資家が資産通貨  $M_2$  の保有  $L_2$  か、債券  $B^D$ ・株式  $E^D$  への投資かの選択をおこなっている。ヒックスの示唆によるが、この証券市場がまさしく「流動性選好説」の制度的枠を形成する。

次の(5)式、そして(6)式は図V-3の銀行および証券市場のストック・バランス図表に即して(4)式を変形したものであり、最後の(6)式のうち、第1項の債券の需要、第2項の株式の需給、第3項の資産通貨の需給の3者（カギカッコ内）が「証券市場」mantleの変数であり、この部分が流動性選好説が拠って立つ市場構造に近い基本式である。

$$[(B^D + E^D) - F^S + (L_2 - SB_2^S)] + (SB^D - M^S) = 0 \dots\dots\dots(5)$$

$$[(B^D - B^S) + (E^D - E^S) + (L_2 - M_2)] + (L_1 - M_1) = 0 \quad \cdots \cdots (6)$$

これら(4)式・(5)式・(6)式はいずれも「事後的」バランスであるから、その需給はつねに均衡しているが、「事前的」に均衡しているとは限らない。したがって、これらの式を「事前的」に解釈することによって、市場の需給関係から利子率および株式利回りがそれぞれ決定されることになる。

(6)式において利子率の決定に関与する変数は、第1項の債券投資の需給( $B^D: B^S$ )と第3項の資産通貨残高の需給( $L_2: M_2$ )である。債券投資と流動性保有の選択は、投資家筋の先行き市場観ともいうべき「流動性選好」の度合によっておこなわれ、その過程で利子率(債券利回り)が決定される。この利子率は前述のように長期利率である<sup>(7)</sup>。

また(6)式第3項は株式投資の需給( $E^D: E^S$ )に関するもので、投資家層は債券利回り(債券価格)と株式の収益率(株式価格)の先行きの動きを比べて、債券投資と株式投資の選択をおこなうであろう<sup>(8)</sup>。

(6)式第4項は取引通貨残高の需給( $L_1: M_1$ )を示し、これは短期市場利率あるいは短期貸出利率の動きに影響を与える。取引通貨の需給は基本的には非金融部門(ヒックスのいう industry)における日々の取引決済の動きによるが、それは経済の決済機構である銀行の準備ポジションの変動となり、また短期金融市場の資金需給となってあらわれる。短期市場利率はこれら市場資金の需給と、状況に応じて中央銀行の金融調整のインパクトを敏感にうける<sup>(9)</sup>。

(6)式における主題は、長期利率(債券利回り)の決定にかかわる第1項( $B^D: B^S$ )と第3項( $L_2: M_2$ )であるが、この長期利率の決定にかかわる第1項と第3項と、短期利率の決定にかかわる第4項( $L_1: M_1$ )との関係については、(6)式自体から明確には示されない。なぜならば、長期利率の決定には流動性選好説が示すように市場関係者の将来に対する予想(流動性選好の度合)が強く作用するのに対して、短期利率の決定は実際の市場資金の現実

の動きと当局の政策調整が強く影響するからである。

そこで、長短期利率間の関係をみると、短期利率の動きは投資家筋の「流動性選好」に影響を及ぼす重要な一要因ではあるが、その全部の要因ではない。「流動性選好」に影響を及ぼす主要な要因としては、資本の限界効率の変化、予想インフレ率、金融財政政策の推移、短期利率の変化<sup>(10)</sup>、さらに開放体制下では海外の長短期利率の動き、為替相場の動きも加えなければならない。

この点はきわめて重要であるが、いまは深入りする余裕はない。ただ、ケインズが説いたのは債券市場で形成される利子率の複合値であるが、実質的にはそれは長期利率である。金融システムの問題としては長期利率と短期利率を峻別し両利率の関係を明らかにすることが重要である。長期利率と短期利率の決定要因はまったく異なるからである。中央銀行の政策的影響は短期利率に対しては直接及ぶが、長期利率の動きに対してはとくに短期利率を通じて市場関係者の「流動性選好」に間接的に及ぶという関係にある。

これは、各国とも中央銀行が伝統的に短期債オペを優先的に採り、長期債オペには消極的であったことと関連する。ケインズはこの点に不満をもち、中央銀行は状況に応じては長期債オペを実施し、市場関係者の流動性選好に直接影響を与え、長期利率の変動を引き起こすことも重要であると述べている<sup>(11)</sup>。

### (3) 資金循環のフローとストック

最後に、貸付資金説と流動性選好説を対比して、いずれがダイナミックな現実の金融システムの説明理論として適切であるか、という点についてふれよう。

貸付資金説は「広義金融市場」における資金需給のフロー局面、流動性選好説は債券市場のストック局面をそれぞれ対象としている。米英両国のよう

に、債券の発行残高が累増し流通市場が発達している状態では、債券価格（利回り）は新規発行（フロー）の取引よりも既発債（ストック）の流通売買によって決定される度合が強く、その価格の変動による市場の調整速度も大きい<sup>(12)</sup>。事実、わが国でも金融資産残高の蓄積が高まり、証券市場の規模が拡大してきており、国債の発行条件の決定には公募入札制が採用されている。利子率決定の理論として債券流通市場の実情を反映する「流動性選好説」の現実的妥当性が強まってきたように思われる<sup>(13)</sup>。

- (1) 本テーマについては、これまで再三とりあげたが、論述不十分であった。以下の論述は今回批判をうけた部分ではないが、資金循環の基本問題にかかわるので、とりあげた。
- (2) 館・浜田 [18] は、本稿とはやや別のアプローチで貸付資金説の算式を誘導しておられる。また(3)<sup>9</sup>式右辺第1項の投資・貯蓄要因から自然利子率  $i_n$  が決定され、それに第2項の通貨の需給要因を加えた貸付資金の需給から市場利子率  $i_m$  が決定される。 $i_n > i_m$  のときは銀行貸出が増加し通貨量が増加する。完全雇用に到達後は生産は増加せず物価が上昇する。これがヴィクセル (K. Wicksell) の「累積過程の理論」である。館・浜田 [18] 203—207 頁。
- (3) 貸付資金説において通貨の保有増加  $\Delta L$  はケインズの取引通貨の需要増加  $\Delta L_1$  と資産通貨の需要増加  $\Delta L_2$  の両者か、あるいは後者のみかについて戦前から論点のひとつになっていた。資金循環の勘定式からは  $(\Delta L_1 + \Delta L_2)$  の両者をさすことは明らかであるが、高田保馬博士は通貨の保有と保蔵を峻別し保蔵  $\Delta L_2$  のみに限定された。通貨の保有増加  $\Delta L_1$  は、投資支出に用いられると誰かに保有されることになるから、投資に含めるものと解釈された。高田 [15]。しかし高田博士の所説には一貫性があり、この点だけをコメントするのは適切ではない。
- (4) ケインズ [6] は、貯蓄の運用形態として金融資産を通貨 money と債権 debts に二分しているが、実際は第3項目として株式 equities がある。「一般理論」は利子率の決定をテーマとしているため株式を表面に出す必要がなかっただけである。通貨は、時には大蔵省証券を含めるという留保をつけているが、常識的なマネーサプライ概念によっている。通貨以外の債権には国債・社債のほか生保・年金の払込債権なども含まれる。しかし利子率は債券市場で決定される利回りをさすので、本稿においては債権よりも債券という明確な用語を用



## 資金循環論をめぐる若干の問題点

いることにする。債券以外の債権の収益率は債券利回りに準じて決まると考えることができる。

- (5) ヒックス [9] において core (銀行) は mantle (証券市場) にのみ貸出し通貨を供給する。mantle は自ら  $M_2$  を保有し industry 発行の証券を引き受ける。industry は  $M_1$  を保有し証券を発行する。すなわち mantle が  $M_2$  と証券投資の選択がおこなわれる場であり、流動性選好説の制度的基盤を形成する。

- (6) 銀行部門 core は中央銀行と市中銀行の統合勘定で、 $M^S$  は現金通貨  $C$  と預金  $D$  の合計である。すなわち

$$\text{中央銀行勘定 } CB^D = R^S + C^S \quad (1)$$

$$\text{市中銀行勘定 } R^D + SB^D = CB^S + D^S \quad (2)$$

$$\text{統 合 勘 定 } SB^D = C^S + D^S = M^S \quad (1)+(2)$$

ただし  $R$  準備預金  $C$  現金  $D$  預金  $CB$  中央銀行信用

- (7) 鬼頭 [14]。

- (8) 石田 [4]。「債券価格(長期利率)の決定には市場参加者の「流動性選好」の度合いが重要な要因となるが、株式価格は市場参加者の企業収益に対する予想に基づいて形成される。いずれも将来の予想にかかわる。」

- (9) 前記注(6)の(2)式(市中銀行勘定)において、銀行の預貸バランスの差額は銀行の準備ポジションの増減(準備預金マイナス中央銀行信用)となる。すなわち

$$(SB^D - D^S) = (CB^S - R^D)$$

銀行の貸出市場が繁忙化( $SD^D > D^S$ )すると、銀行の準備ポジションは逼迫し短期市場金利は上昇する。日本銀行は市場資金の不足に対して日銀信用を供与してその調整に当るが、その政策スタンスによって市場金利の水準を決定する。この短期市場金利を基準にして銀行の短期貸出金利が決定される。

- (10) 鬼頭 [14] は、資本の限界効率の変化、財政金融政策の推移、短期利率の変化の3要因をあげている。(412頁)。

- (11) ケインズ [6] (206—207頁)。これは実際の状況判断の問題であるかもしれないが、私見としては中央銀行は伝統的なセントラル・バンキングの行動に徹するべきであると思われる。

- (12) ストック面の需給とフロー面の需給がともに均衡するには、前期末のストックの需給が均衡していることが条件となる。もし前期末のストックが均衡していないならば、当期のフロー面の需給が均衡していても、当期末のストックの均衡は成立しない。館・浜田 [18] 208—209頁参照。

- (13) 高田博士は貸付資金説の立場から、新発債の需給—とくに投資を中心とする資金需給—によって決定される利子率が基本であって、既発債利回りは新発債

利回りに追随すると主張された。既発債の流通利回りは投資需要を中心にして定まる利子率の反映価格の関係として決定される、というのである。[15] 111～114 頁参照。

## 2. 「世界の資金循環」への拡充

最後の論点は「世界の資金循環」ないし「国際資金循環」への拡充（小著第7章）についてである。この研究は、主要国の資金循環と国際収支の動きを連携化し、国際間における主要国の経常収支尻のファイナンスの状況と、各国における対外資本取引と国内資金循環の関係を統計的にとらえようとするものである。それはまた、グローバリゼーションの進むわが国資金循環の対外的側面にフットライトを当てるとともに、広く国際金融の視点から日本の資金循環の位置づけをするためにも意義があると思われる。

審査報告において「貯蓄・投資・経常収支バランス論は、世界の資金循環に関する論述においてもみられ、(生理学的・理論的な)「説明」ではなく、(解剖学的な)「記述」の域にとどまらざるをえないようである」と、同じようなきびしい指摘をうけた<sup>(1)</sup>。資金循環分析が解剖学か生理学かの論点はすでに前段(Ⅱ. の2.)においてとりあげたが、「世界の資金循環」論はまだまだ模索の段階であり、ひとつの問題提起にすぎない。ましてそれが経済「理論的研究」であるなどとは筆者自身は思ってもいないことである。しかし、この問題提起は資金循環論の拡充のために、また国際金融論の分野でも重要な意味をもつと、筆者は考えている。

小著における作業は、世界の資金循環表(1986～91年)を試算、筆者の「図式論」の応用の試みとして基軸通貨「米ドルの国際循環図」を素描し若干の解説を試みた点である。同図による米ドルの流れの大筋は次のように要約できる。

基軸通貨米ドルは米国経常収支赤字の決済のため海外に供給され、半面、

赤字ファイナンスとして海外から長短期資本が流入し、公的ドル債務が増加した。一方、その対極にある黒字国日本は貯蓄超過を背景として米国におもに証券投資の形態で長期資本を供給し、当局は市場の動きをながめてドルの買介入をおこなった。これは日本など黒字国の外貨準備（ドル為替）の増加となった。現在の米ドル本位制下ではアメリカから流出する米ドルはいわば自動的にアメリカに還流する仕組みになっているが、ドル相場は不安定である。

国際金融論専攻の藤田誠一助教授は、この研究に対して次のような評価の言葉を寄せられた。

「一般に国際資金循環といえば、国際収支表の資本勘定の部分を用いて、国際的な資金フローの統計的記述に終始しているが、本書では国際資本移動と国内の資金循環を結び付けることにより、国際的な資金フローが国内の産業的流通に及ぼす影響にまで踏み込んでいる。これは「世界の資金循環」における「図式論」の試みであり、そのことにより基軸通貨ドルの国際的循環のもつ意味がより明解に示されている。」<sup>(2)</sup>

たしかに藤田助教授が指摘されるように、現在のドル本位制ないし基軸通貨論の論点を明らかにするには、米ドルの国際的な資金循環論の視点が必要不可欠である<sup>(3)</sup>。基軸通貨国アメリカのNY金融市場と銀行組織はドルの国際的決済機能と国際的信用創造機能を営むが、アメリカ自体は経常収支赤字のファイナンスのため資本借入国であり、非基軸通貨国のわが国が巨額の経常収支黒字を背景に資本供給国である。これは基軸通貨論の見地からみれば「ねじれた」関係であり、著者の学会報告に対する藤田助教授の質問点でもあった。筆者は、アメリカが経常赤字によって国際流動性米ドルを供給してきた点に米ドルの減価問題の根源があるから、それを是正しないかぎり「流動性ジレンマ論」によって米ドルの減価が続くことになろう、と回答した<sup>(4)</sup>。

筆者は「米ドルの国際循環図」に即して、アメリカの経常収支赤字のファ

イナンスの形態として、①銀行の短期債務の増加、②民間直接投資・証券投資の流入、③公的決済 に分類し、国内の財政資金の対民間払超とのアナロジーによって、それぞれの効果について論じた。この点について藤田助教授は次のように総括された。

「基軸通貨国アメリカの場合、赤字はとりあえず①の形態で自動的にファイナンスされ、その後②民間の証券投資か、③公的介入を通じての形態に変化するのであって、自動的ファイナンスという基軸通貨国特権がアメリカの国際収支節度を弱めている点に、現在のドル体制の根本的な問題点を求めるべきではないかと評者は考えている。」<sup>(5)</sup>

論旨は現在の米ドル本位制の問題点をつく、きわめて説得的な内容であり、筆者もまったく同感である。

藤田助教授は筆者に対する注文として、国内「広義金融市場」に該当する国際資金循環の場としての「国際的な広義金融市場」という構想を位置づけ、あわせてユーロ市場のもつ意味を明確化するように求められた<sup>(6)</sup>。世界の資金循環の構成には、基軸通貨国、周辺の先進国、アジア新興工業国、ロシア・東欧諸国、途上国など、最近数年間における世界経済の構造変化を考慮する必要がある。また資金の流れの内容・分類についても、民間資金・公的資金、長期資金・短期資金、銀行資金・非銀行資金、あるいは自律的資本移動と誘発的ないし補整的資本移動など形態的・機能的に多種多様にまたがる。また国際流動性（基軸通貨建て外貨準備）と各国の国内流動性の関係を位置づけることも重要である。その点、「国際広義金融市場」の構想は、国内「広義金融市場」のたんなる地域的拡大の問題にとどまらず、それを超える異質的かつ複雑多岐な論点を含むものである。これは筆者の知的興味をそそるテーマであるが、同時に筆者個人にとっては余りにも大きな課題である。

最後に、「世界の資金循環」の85～91年間の計数の観察を通じて、筆者は「プラザ合意」以降の為替レート調整と日本・アメリカ・ドイツ3か国のマ

### 資金循環論をめぐる若干の問題点

クロ政策によって、日米両国の経済収支不均衡が若干の改善を示したと述べた。この点について審査報告は、「アメリカが財政赤字の削減を棚上げのまま放置してきたこと」を筆者が指摘しなかったのは論理的に問題があると批判された<sup>7)</sup>。その点はたしかに筆者の記述不足であり、批判は甘受せざるをえない。ただ、小著の執筆時における観察期間 85～91 年は歴史的に最終的評価をするには時期尚早であると思われ、事実、わが国経済のバブル崩壊の経常収支への影響も数字のうえに十分にあらわれていない段階であった。一歩進んで、世界経済の根本的不均衡と資金循環の変動について総合的コメントをするには、少なくとも 10 年間 (86～95 年) 以上の観察期間が必要である。「世界の資金循環」論の課題は、基軸通貨国アメリカの「双子の赤字」のファイナンスの状況をグローバルな視点でとらえ、主要国の金融政策・財政政策の運営とともに、世界経済の問題点と日本経済の地位を確めることにあると思われる。

- (1) 明治大学 [26]
- (2) 藤田 [23]
- (3) 藤田 [24]
- (4) 石田 [5]
- (5) 藤田 [23]
- (6) 藤田 [23]
- (7) 明治大学 [26]

### 3. 資金循環論の体系化

資金循環論の課題は、すでに述べたように、資金の金融的流通の態様と、通貨の産業的流通と資金の金融的流通の交渉関係を解明する点にある。小著は「資金循環統計の記述分析」によって、この課題に応えようとするものであった。資金循環分析において「統計」とその「分析・調査」は車の両輪で

あり、作業の根幹を形成する。筆者は資金循環分析の基本性格を踏まえたうえで、研究内容の拡大と深化をはかるために、「図式論」を提唱し、ケインズ「理論」を加えて、「図式論—統計（資金循環勘定）—分析—理論」の4領域の「体系化」を模索してきた。

小著へのおもな批判は、前述のように「図式論」のたて方、「分析」と「理論」の結び付けにむけられたようにみられる。「図式論」は資金循環の基本的見方（ヴィジョン）にかかわるもので、筆者の資金循環研究の出発点である。筆者はケインズ理論を土台として「図式論」をかき、それに基づいて資金循環バランスを類型化し、そのメカニズムを考察してきた。また資金循環バランスの基準にはミクロ的な資金需給の「場」である「金融システム」（金融市場）の問題がある。筆者は長期利率と短期利率を区分し、「流動性選好説」を長期利率の決定理論として位置づけた。

われわれは、事後的計数とはいえ資金循環勘定の全経済的なデータとその簿記的整合性から、金融経済の全体図を描くことができる。それはヒックスのいう「解剖学」的な作業である。しかしわれわれは、この静態的な金融の全体図を土台にして、「図式論」的思考とアカウンティング accounting の枠組み、さらに長短金融市場についての情報資料を活用することによって、資金循環の変動の態様、とくに金融政策の作用と対外インパクトからくるその動態過程をとらえることができよう。それは「解剖学」の限界を超えて「生理学」の領域への一步前進ではないだろうか。

さて、「図式論」に再び戻るが、その系譜として古典的図式とケインズの図式の対立するふたつの見解をあげた。古典的図式は実物経済の均衡に照応する貨幣経済の姿を描いたもので、貨幣経済の「規範」ないし「理念」を示している。そこでは交換手段としての通貨、すなわち「取引通貨」の側面が重視され、通貨量の過剰供給によるインフレーションの発生が最大の問題であると思われる。

ケインズの図式は、銀行の信用創造—投資先行の経済成長の過程と、発達した証券市場のメカニズムに焦点を当てた、現代の動態的な資金循環図である。そして、経済が成熟し金融資産の蓄積残高が増嵩してくると、価値貯蔵手段としての通貨、すなわち「資産通貨」が量的にも質的にも重要性を増し、貨幣経済は証券市場を中心に大きく変動して実物経済と乖離する独自の動きを示すことになる。

著者の「図式論」はケインズの図式を継承し若干発展させたものである。著者はそれによって現実の金融経済の動態的な「道筋」をとらえることを意図した。それは古典的図式のように金融経済の「規範」を示すものではないが、今回の「バブル」の発生と崩壊は、筆者の「図式論」で描いた動態的な「道筋」からも著しく逸脱した動きであるといわなければならない<sup>(1)</sup>。わが国の銀行組織と証券市場および企業が内外のインパクトに過剰に反応し、日本経済全体がマネー・エコノミーの「花見酒」に酔ってしまったのである。それは「市場」の自律性の弱さ、政策運営上の誤り、政官民各界を問わず国際的視野をもつオピニオン・リーダーの欠如、それに増して関係者の経済倫理感の稀薄さに問題があったのであろう<sup>(2)</sup>。

- (1) 石田 [4]。後段に「IV 1986～93 年：資金循環の拡大と縮小—バブル発生と崩壊のケース・スタディー」を参照。
- (2) 小寺武四郎博士は最近の論文で、「バブルの発生から崩壊への過程をあとづけていると、その間の政界・官界・財界の人たちのモラル感覚の稀薄さに気がかされることは、わびしいことである」と嘆いておられる。小寺 [20]。

#### 参考文献

- [1] 石田定夫『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策』東洋経済新報社、1993 年 10 月。
- [2] ———, 「現代資金循環論の基本問題」『明治大学社会科学研究所紀要』第 32 巻 2 号, 1994 年 3 月。
- [3] ———, 「資金循環分析の体系化に関する一考察—その試論的構想—」前

掲「紀要」第29巻第2号, 1991年3月。

- [4] ———, 「資金循環の図式論の拡充—ケインズ体系に即して—」明治大学「政経論叢」第63巻4・5・6合併号, 1995年5月。
- [5] ———, 「国際資金循環分析の構想と展開」(金融学会1993年度春季大会報告, コメンテーター藤田誠一), 金融学会編「金融経済研究」No. 7, 1994年7月。
- [6] Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936. 邦訳塩野谷裕一。
- [7] Copeland, M. A., A Study of Moneyflows in the United States, NBER, 1952.
- [8] Hicks, J. R., The Social Framework, an introduction to economics, Oxford Univ. Press 1960. 邦訳酒井正三郎。
- [9] ———, Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth, 1977. 邦訳貝塚啓明。
- [10] Duessenberry, J. S., A Process Approach to Flow-of-Funds Analysis, "The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting, Appraisal, Analysis and Application, Studies in Income and Wealth" Vol. 26, NBER, 1962.
- [11] Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds in the United States, 1939—1953, 1955. 邦訳日本銀行「調査月報」1956年10月号。
- [12] ———, A Quarterly Presentation of Flow of Funds, Saving, and Investment, Federal Reserve Bulletin, August 1959. 邦訳前掲日銀「月報」1959年11月号。
- [13] 山口 茂『流通経済の貨幣的機構』巖松堂書店, 1939年。
- [14] 鬼頭仁三郎『貨幣と利子の動態』岩波書店1942年, 復版1984年。
- [15] 高田保馬『新利子論』有斐閣, 1947年。
- [16] 山田雄三『国民所得論』岩波書店, 1959年。
- [17] 小泉 明「資金の循環」山口・小泉・天利・樋口共著『金融理論』現代金融全集I, 春秋社, 1966年。
- [18] 館龍一郎・浜田宏一『金融』現代経済学6, 岩波書店, 1972年。
- [19] 小寺武四郎『ケインズ経済学と金融』日本経済評論社, 1989年。
- [20] ———, 「バブル後不況はなぜ長びくか」関西学院大学『経済学論究』第50巻1号, 1966年1月。
- [21] 黒田晃生『入門金融』東洋経済新報社, 1994年7月。



資金循環論をめぐる若干の問題点

- [22] 書評：西川元彦「天下の回り物と文明・文化—石田定夫著 日本経済の資金循環」, 日本文化会議『文化会議』第 297 号, 1994 年 3 月。
- [23] 書評：藤田誠一「石田定夫著 日本経済の資金循環」金融学会編『金融経済研究』第 8 号, 1995 年 1 月。
- [24] ———, 「国際資金循環と基軸通貨制度—基軸通貨論試論」神戸大学『経済学研究年報 42』, 1995 年。
- [25] 新刊紹介：小林浩「石田定夫著 日本経済の資金循環」(財)統計研究会『EC O—FORUM—統計研究会ニュース Vol. 12, No. 4, 1994, Early Spring
- [26] 明治大学『博士学位論文—内容の要旨および審査結果の要旨』1995 年。
- [27] 新刊紹介：原正彦「石田定夫著 日本経済の資金循環」『明治大学広報』1993 年 11 月 15 日。
- [28] ———：後藤新一「ライフワーク総決算書—石田定夫著 日本経済の資金循環」『ニッキン』紙, 1993 年 11 月 19 日。